



# QUAL O PREÇO **JUSTO** PARA COGNA (COGN3)?



Olá, investidores!

Recentemente eu incluí a Cogna Educação na carteira do canal Joias da Bolsa. Nesse relatório, que antes só estava disponível aos assinantes pagos, eu quero mostrar qual é o valor justo da ação, ou seja, até quanto vale a pena pagar para investir em COGN3.

## **MAS AFINAL, QUEM É A COGNA EDUCAÇÃO?**

A empresa é uma das maiores organizações educacionais privadas do Brasil e do mundo. Possui mais de 50 desde sua fundação.

Em 2010, a Cogna adquiriu o Grupo IUNI Educacional, instituição que também atuava na graduação e pós-graduação presencial; em 2011, o destaque foi a aquisição da Universidade Norte do Paraná (Unopar), a maior instituição de ensino à distância do país. Para coroar esse ritmo intenso de aquisições, em 2013, a Cogna realizou o maior investimento de sua história: anunciou a fusão a Anhanguera e, com isso, consolidou a sua liderança tanto no ensino presencial como na educação a distância. Em 11 de outubro de 2018, a Cogna concluiu a operação de compra do controle acionário da Somos, o principal grupo de educação básica do Brasil, em mais um passo transformacional para a Companhia, tornando-se uma plataforma completa de educação com atuação relevante em todos os negócios.

Atualmente, a Cogna possui 176 unidades de Ensino Superior, presentes em 116 cidades brasileiras, e 1.410 Polos de Ensino a Distância, além de oferecer Ensino Preparatório por meio da LFG. Na Educação Básica, no 2T19, a Companhia contava com 36 mil alunos distribuídos em 54 escolas próprias, 26 mil alunos distribuídos em 125 unidades da Red Balloon, bem como 1,3 milhão de alunos atendidos por aproximadamente 3,8 mil escolas associadas utilizando as soluções de conteúdos core, conteúdos

complementares e serviços digitais.

Veja os Big Numbers:

| Graduação                  | Educação Continuada                   | Escolas & PNLD                                   | Plataforma K12                            |
|----------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 342 mil Alunos Presenciais | 9 mil Alunos Presenciais              | 54 Escolas Próprias / Geridas por Contratos      | 3,8 mil Escolas atendidas                 |
| 483 mil Alunos EAD         | 32 mil Alunos EAD                     | 36 mil Alunos                                    | 1,3 milhão de Alunos beneficiados         |
| 176 Unidades Próprias      | 27 mil Alunos em Cursos Preparatórios | 33 milhões de Alunos atendidos no âmbito do PNLD | Portfólio Completo de Produtos e Serviços |
| 1.410 Polos                | 58 mil Alunos em Cursos Livres        |                                                  |                                           |

A empresa possui um planejamento estratégico (2018 - 2022) de continuidade da expansão de seus negócios. Principalmente através de aquisições de outras empresas do setor, como foi o caso da Somos em 2018 por R\$ 4,6 bilhões.

Outro ponto forte do grupo é o seu direcionamento e a agilidade no desenvolvimento de tecnologias relativas a plataforma de ensino a distância.

Entendemos que esse é o futuro natural do segmento educacional no Brasil e no mundo.

A empresa distribui seus negócios da seguinte forma:



| Empresa                             | Segmento          | Atividade                                                                          |
|-------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>kroton</b>                       | Ensino Superior   | Ensino superior graduação (Unidades próprias e polos parceiros de Ensino superior) |
| <b>PLATOS</b><br>EDUCATION PLATFORM | Ensino Superior   | Plataforma de serviços educacionais para o ensino superior                         |
| <b>SABER</b>                        | Ensino Básico     | Escolas próprias de educação básica e contratos de gestão de escolas               |
| <b>VASTA</b><br>EDUCAÇÃO            | Ensino Básico     | Plataforma integrada de soluções educacionais para escolas de educação básica      |
| Outros Negócios                     | Educação em Geral | PNLD, SETS, LFG (cursos livres e preparatórios) e demais serviços                  |

## RESULTADOS

No primeiro trimestre de 2020 o grupo Cogna reportou os seguintes resultados por empresa:

### KROTON

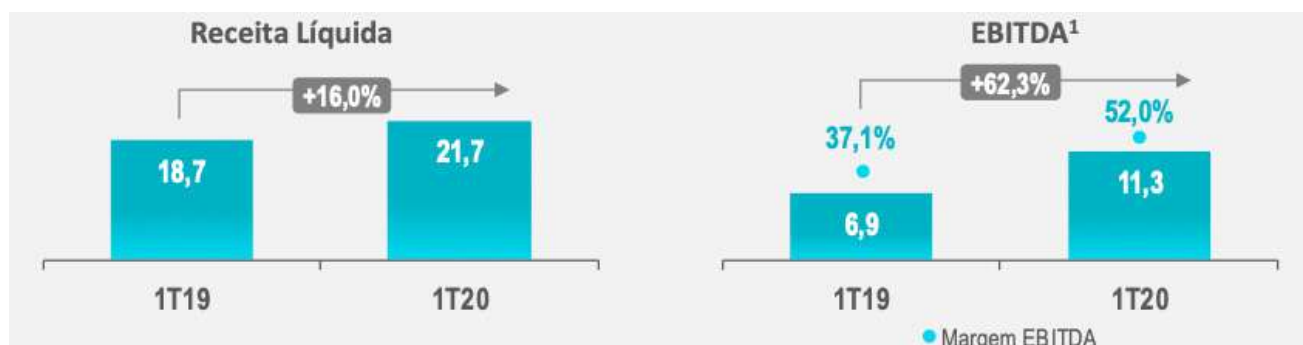


A receita apresentou queda decorrente de redução da base de FIES e impactos da COVID-19.

O EBITDA foi impactado pela queda de receita. Custos do semestre já contratados antes dos impactos da pandemia.

Por fim, a redução de margem operacional, foi devido ao impacto de um provisionamento para perdas adicionais. Medida de prudência.

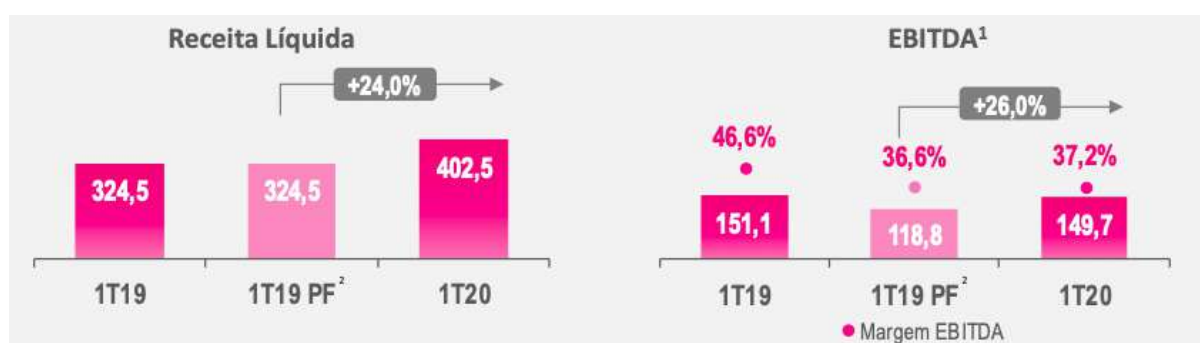
## PLATO



Crescimento de 16% na receita devido ao aumento do ticket médio, com expressivo aumento de margem.

Crescimento de 62% no EBITDA por ganhos de eficiência.

## VASTA



Crescimento de 24% na receita impulsionado pelo crescimento de 25% no ACV

Crescimento de 26% no EBITDA, com ganho de 60 bps de margem

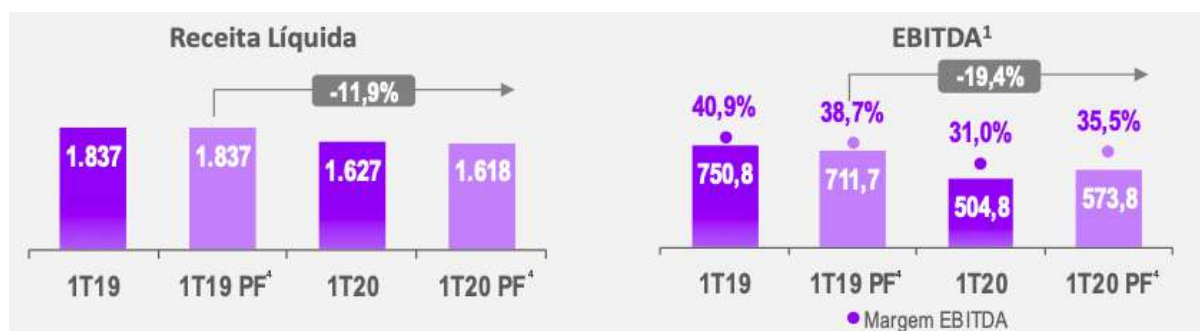
## SABER



Crescimento de 7% na receita devido à redução de descontos.

Crescimento de 44% no EBITDA, refletindo o turnaround da operação, com aumento expressivo de margem.

## RESULTADO CONSOLIDADO



A receita apresentou uma queda de 12% e o EBITDA de 19%, com redução de 3,3pp de margem

Os resultados da Cogna foram impactados pela queda de receita e EBITDA de Kroton, mitigados pela melhora de performance e de receita e EBITDA em Platos, Saber e Vasta.

## POR QUE INVESTIR NA COGNA?

Existe uma combinação de variáveis que quando combinadas, não podem ser desperdiçadas.

Veja:



Essa queda dos últimos meses, fez com que os papéis da Cogna, tivessem suas negociações a preços de 201/2013.

Naquela época o business da empresa era de uma relevância muito menor do que a atual, além disso era negociada a múltiplos superiores aos atuais

Na prática, não era um empresa do porte e relevância como hoje, mas

era negociada a preços relativos a lucros, mais elevados. Era cara!

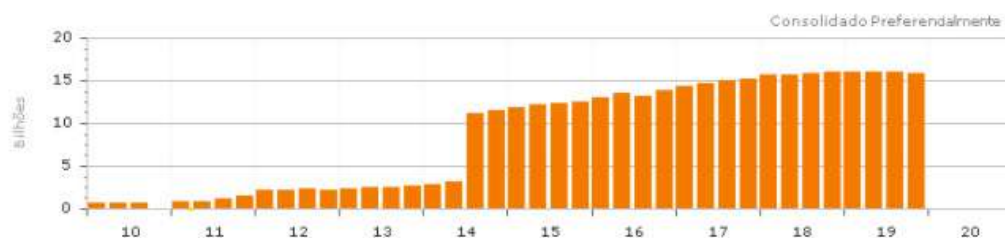
O ROE baixo atual não impressiona, cerca de +1,5 por cento.

Mas, nada para se preocupar.

Lembre-se que a fórmula do ROE é Lucro líquido / Patrimônio Líquido, sendo assim, quando uma empresa cresce comprando outras, seu patrimônio se eleva e seu lucro cai.

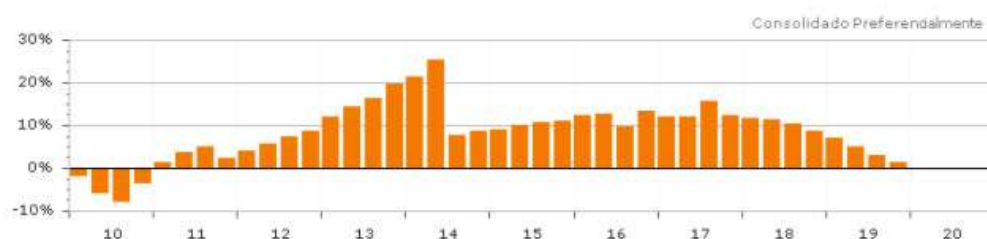
Veja:

Passo: Patrimônio Líquido ?



|        |        |        |         |
|--------|--------|--------|---------|
|        | 3 anos | 5 anos | 10 anos |
| CAGR ? | 4,6%   | 6,7%   | 34,9%   |

Passo: ROE ?



Perceba nos gráfico acima, a relação mencionada.

Patrimônio (denominador) cresce, ROE cai. Quando a queda do ROE

tem como justificativa o crescimento do negócio, está tudo bem.

Mas a grande questão para motivar a compra de COGN3, está relacionada com a sua geração de caixa ligadas a sua atividade operacional, além do caixa gerado pela emissão de ações em Fevereiro de 2020.

Com isso, a empresa levantou R\$ 2,5 bilhões para o seu caixa na emissão.

Vale lembrar que a empresa VASTA do grupo, está em processo inicial de IPO na bolsa americana, ou seja, possivelmente mais dinheiro para o caixa do grupo.

Durante as crises, quando uma empresa possui elevado caixa, elas tendem a se recuperar mais rapidamente, devido a capacidade de investimentos e redução da necessidade de alavancagem.

A queda nos preços das ações da empresa, foi gerado por uma combinação psicológica dos investimentos.

Os investidores não estão racionais neste momento, quando uma empresa apresenta queda de resultados concomitantemente a crise, é acionado o gatilho do pânico... Fazendo com que enxerguem como solução a venda das ações.

O caixa gerado pelas operações da empresa totalizou R\$ 684,8 milhões no 1t20, apresentando retração de 24,1% na comparação com o 1t19.

No entanto, sua posição final de caixa totalizou R\$ 1,68 bilhão no 1t20, apresentando crescimento de R\$ 202,5 milhões quando comparado ao 1t19.

Os resultados da Cogna vêm sendo influenciado pelo atual cenário

econômico, a companhia vem apresentando menor desempenho operacional ao longo dos trimestres.

Cabe ressaltar que os gestores já estão tomando medidas cabíveis para o desafiador cenário econômico.

A empresa reforçou seu caixa para esse momento, embora não descarte um possível M&A caso apareça uma oportunidade atrativa.

Neste momento é acionado o meu gatilho de oportunidade!

Houve queda exagerada? A empresa é significativa no mercado que atua? A empresa tem histórico para uma análise de confiança dos resultados? Ela investe em crescimento? É geradora de caixa? Tem baixo endividamento?

Sim para todas as perguntas?

Oportunidade óbvia!

Preço de entrada no canal Joias da Bolsa: R\$ 3,98 (valor indicado no Canal Joias da Bolsa)

Uma grande oportunidade, isso já foi dito, mas o potencial de ganho?

Bom, veja os múltiplos a seguir:

| ANO   | P/VPA | PSR |
|-------|-------|-----|
| 2013  | 7,3   | 9,1 |
| ATUAL | 0,65  | 1,7 |

Perceba que quando ela operava próximo dos preços atuais, seus múltiplos eram muito superiores, ou seja, frente a sua capacidade histórica ela está bem descontada. Saliento que o potencial de mercado da empresa, atualmente está em outro patamar

Sua concorrente forte do setor a YDUQ3, opera com P/VPA de 3,08 e PSR de 2,8.

Perceba que apenas para fazer frente a seu valor patrimonial, o preço precisaria atingir R\$ 9,79.

Se fosse operar a múltiplos compatíveis com o principal concorrente, seu preço seria ainda mais elevado.

Considerando riscos embutidos e queda de receita para 2020 que acabou criando um GAP nas projeções de fluxo de caixa da empresa, considero 11% abaixo do valor patrimonial o valor justo para a COGN3

### **POTENCIAL PROJETADO (VALOR JUSTO ESTIMADO): R\$ 8,80**

No Canal Joias da Bolsa, o preço teto sugerido foi de R\$ 5,80, mantendo uma margem de segurança adequada.

